



## The Impact of Heuristic Biases in Investment Decision-Making and Perceived Market Efficiency a Survey at the Tehran Stock Exchange

Mohammad Sayrani<sup>1</sup>, Moharram Razm Joei<sup>2</sup>, Rahele Samari<sup>3</sup>

Received: 2023/05/30

Accepted: 2023/07/01

Research Paper

### Abstract

After the global crisis of 2008 and the severe fluctuations of financial markets around the world, the study of investor behavior has received more attention in the field of behavioral finance, and investors' emotions have been one of the key factors determining market movements. Behavioral finance is an evolving field that studies how and what. In this context, it seems important to study the role of emotions such as fear, greed, expectation, as well as the impact of the unconscious mind and beliefs in shaping investment decisions and its impact on market efficiency. This study seeks to find important impacts. The most behavioral financial concepts (or cognitive biases) such as overconfidence, stereotypes, familiarity and reliance on individual investors' decisions and market efficiency in Tehran Stock Exchange. The primary data for testing the research model was collected by distributing a structured questionnaire among 400 individual investors active in the Tehran Stock Exchange, and the data of 386 investors is used as the basis for processing. Also, structural equation modeling or partial least squares method is conducted for data analysis. The findings of this research show that there is a positive and significant relationship between overconfidence biases and representation with the perceived efficiency of the market and investors' decisions, as well as a negative and significant relationship between familiarity with market efficiency and investors' decisions, but the significance of the relationship between these two variables with reliance bias is not confirmed.

**Keywords:** Overconfidence, Representativeness, Availability, Anchoring, Investment decisions and Market efficiency

**JEL Classification:** G11, G14, G40

---

1 Assistant Professor, Faculty of Industrial Engineering, Management and Accounting, Shahab Danesh University, Qom, Iran (Corresponding author) (E-mail: msayrani@gmail.com)

2 Assistant Professor, Faculty of Industrial Engineering, Management and Accounting, Shahab Danesh University, Qom, Iran (E-mail: razmjoy1980@yahoo.com)

3 MSC Accounting (E-mail: r.samare@gmail.com)





## تأثیر سوگیری‌های شهودی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و کارایی ادراک‌شده بازار در بورس اوراق بهادار تهران

محمد سیرانی<sup>۱</sup>، محرم رزمجویی<sup>۲</sup>، راحله ثمری<sup>۳</sup>

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۳/۰۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۴/۰۴

### چکیده

بعد از بحران جهانی ۲۰۰۸ و نوسانات شدید بازارهای مالی در سراسر جهان، در حوزه مالی رفتاری، به مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران بیشتر توجه شد. یکی از عوامل کلیدی تعیین‌کننده حرکات بازار، احساسات سرمایه‌گذاران است. حوزه مالی رفتاری، چگونگی و کیفیت رفتار در حوزه مالی را مطالعه می‌کند. در این زمینه، مطالعه نقش احساساتی مانند ترس، طمع، انتظار و همین‌طور تأثیر ذهن ناخودآگاه و باورها در شکل دادن به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تأثیر آن بر کارایی بازار مهم به نظر می‌رسد. این پژوهش به دنبال یافتن تأثیر مهم‌ترین مفاهیم مالی رفتاری (یا سوگیری‌های شناختی) مثل فراعتمادی، نماگری، آشناگرایی و اتکا بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی و کارایی بازار در بورس تهران است. داده‌های اولیه برای آزمون مدل پژوهش با توزیع پرسش‌نامه‌ای ساختاریافته در بین ۴۰۰ سرمایه‌گذار فردی فعال در بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شد و داده‌های ۳۸۶ سرمایه‌گذار مبنای پردازش قرار گرفت؛ همچنین برای تحلیل داده‌ها از روش مدل‌یابی معادلات ساختاری یا روش حداقل مربعات جزئی استفاده شد. یافته‌های این پژوهش مبین این است که رابطه مثبت و معناداری بین سوگیری‌های فراعتمادی و نماگری با کارایی ادراک‌شده بازار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران وجود دارد؛ همچنین رابطه منفی و معناداری بین آشناگرایی با کارایی بازار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران وجود دارد، اما معناداری رابطه این دو متغیر با سوگیری اتکا تأیید نشد.

کلید واژه: فراعتمادی، نماگری، آشناگرایی، اتکا و تعدیل، کارایی بازار

طبقه‌بندی موضوعی: G11, G14, G40

۱ استادیار، دانشکده مهندسی صنایع، مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران (نویسنده مسئول) (E-mail: msayrani@gmail.com)

۲ استادیار، دانشکده مهندسی صنایع، مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران (E-mail: razmjoi1980@yahoo.com)

۳ کارشناسی‌ارشد حسابداری (E-mail: r.samare@gmail.com)



## مقدمه

امروزه این موضوع قوت گرفته که کارایی بازار بیش از آن که تحت‌تأثیر عوامل بنیادی باشد، متأثر از نگرش‌ها و عوامل روان‌شناختی است. بازار کارا به چگونگی و سرعت واکنش و تعدیل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید اشاره دارد. مطالعات دانشگاهی دهه ۱۹۹۰ به گسترش مدل‌هایی پرداختند که بیانگر ارتباط بین بازارهای مالی و حالت‌های روان‌شناختی افراد بود و بر این اساس استثناهای بازار نتیجه سوگیری‌های رفتاری<sup>۱</sup> هستند. مطالعات نشان می‌دهند که در دنیای واقعی انسان‌ها در معرض سوگیری‌های احساسی و شناختی قرار دارند و ممکن است تصمیم‌های غیرمنطقی<sup>۲</sup> بگیرند، به بیان ساده‌تر مالی رفتاری توضیح می‌دهد که چرا افراد سهامی را خرید و فروش می‌کنند و چرا گاهی اوقات اصلاً خرید و فروشی انجام نمی‌دهند. مالی رفتاری به مطالعه نحوه عملکرد افراد یا گروه‌ها به‌عنوان سرمایه‌گذار، تحلیلگر و مدیر سبد سهام در بازار سهام پرداخته و سعی در فهم این موضوع دارد که چگونه احساسات و سوگیری‌های شناختی بر رفتارهای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؛ بنابراین مهم‌ترین چالش و وظیفه‌ای که متخصصان مالی و سرمایه‌گذاران با آن مواجه هستند در حوزه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و اقتصادی است، زیرا مسیر حرکتی کل بازار بر مبنای تصمیم‌های روزانه‌ای است که سرمایه‌گذاران در بازار سهام، اتخاذ می‌کنند؛ در نتیجه، کارایی یا ناکارایی بازار سهام متأثر از چگونگی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است **(تانی، فانگ و اکبال<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷)**.

از طرفی سود حاصل یا زیان‌های متحمل‌شده سرمایه‌گذار را می‌توان به‌طور عمده به توانایی‌های تصمیم‌گیری وی نسبت داد. سرمایه‌گذاران غالباً فرایندهای تصمیم‌گیری خود را با استفاده از قاعده‌های خودساخته ساده می‌کنند که ممکن است باعث ایجاد خطای سیستماتیک<sup>۴</sup> در قضاوت شود. قاعده‌های خودساخته، قواعد سرانگشتی<sup>۵</sup> هستند که برای توضیح نحوه تصمیم‌گیری افراد، قضاوت و حل مشکلات که معمولاً در هنگام مواجهه با مسائل پیچیده یا اطلاعات ناقص، استفاده می‌شود. این واقعیت که حتی حرفه‌ای‌ترین سرمایه‌گذاران تحت‌تأثیر فروپاشی حساب سفته‌بازی در بحران سال ۲۰۰۸ قرار گرفتند ثابت کرد که اساساً چیزی در مدل‌های سنتی رفتار منطقی بازار وجود ندارد و سوگیری‌های شناختی و احساسی مختص سرمایه‌گذاران فردی نیست و حتی حرفه‌ای‌ها هم هنگام تصمیم‌گیری از سوگیری‌های رفتاری استفاده می‌کنند که منجر به بروز رفتارهای غیرعقلایی خواهد شد؛ بنابراین مهم‌ترین هدف اصلی شناخت سوگیری‌های رفتاری، کاهش آثار سوء آن‌ها بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و کارایی بازار است. همان‌طور که می‌دانیم رقابت سرمایه‌گذاران در جهت آگاهی از اطلاعات جدیدتر به منظور کسب سود موجب کارایی بازار می‌گردد. با توجه به ارتباط مستقیم بین بازار سرمایه و اقتصاد، کارایی بازار هم موجب تعیین قیمت عادلانه برای اوراق بهادار می‌گردد و هم تخصیص منابع که می‌تواند آثار مثبتی بر توسعه متوازن زیرساخت‌ها، تولید و ثبات اقتصادی داشته باشد در واقع زمانی که بیشترین منابع مالی جذب فعالیت‌های سودآور شود، تخصیص بهینه سرمایه‌ها صورت گرفته است.

این حوزه مهم در کشور ما چندان پیشینه گسترده‌ای ندارد و به نوعی پژوهش‌های انجام‌شده بیشتر به شناسایی سوگیری‌ها می‌پردازند. در پژوهش حاضر با توجه به این موضوع که قاعده‌های خودساخته یا غیرمستدلالات به‌وضوح تصمیم‌های مربوط به سرمایه‌گذاری را کنترل می‌کند که در نهایت موجب عملکرد ضعیف سرمایه‌گذاری و همچنین ناکارآمدی بازار به دلیل انحراف قیمت اوراق بهادار از ارزش ذاتی‌شان می‌شود، به‌ویژه در جوامع جمع‌گرایی مثل ایران

---

1. Behavioral Biases  
2. Irrational Decisions  
3. Irrational Decisions  
4. Systematic Errors  
5. Rules Of Thumb

که انتظار می‌رود بازار اوراق بهادار مملو از سرمایه‌گذاران متأثر از انواع سوگیری‌ها باشد. برآنیم تا با طرح و آزمون فرضیه‌های مختلف پاسخ مناسبی در زمینه تأثیر چهار مورد از مهم‌ترین متغیرهای اثرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران و نیز کارایی بازار اوراق بهادار تهران که عبارتند از «سوگیری فرااعتمادی»<sup>۱</sup>، «سوگیری نماگری»<sup>۲</sup>، «سوگیری اتکا و تعدیل»<sup>۳</sup> و «سوگیری آشناگرایی (در دسترس بودن)»<sup>۴</sup> به دست آوریم. نتایج این پژوهش می‌تواند به تصمیم‌گیرندگان و سیاست‌گذاران بازار سرمایه در حوزه خرد و کلان جهت تدوین دستورالعمل‌ها و قوانین در جهت کاهش آثار سوء روندها در مسیر کارایی تخصیص منابع، برای جلوگیری از اتلاف سرمایه‌های اقتصادی ارائه دهد. همچنین آگاهی و درک بهتر این موضوع، با توجه به زیست فرهنگی ایران و تأثیر آن بر رفتارهای فردی و جمعی، برای متخصصان و مشاوران مالی و نیز برای خود افراد در زمان معامله درخور توجه و اهمیت خواهد بود.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

به دلیل تفاوت الگو (یعنی فردگرایی در مقابل جمع‌گرایی) که ریشه در فکر و فرهنگ دارد، مطالعات انجام‌شده در کشورهای توسعه‌یافته را نمی‌توان به کشورهای آسیایی تعمیم داد و ممکن است آن الگوها، ارتباطی با فرهنگ ایران که دارای ویژگی‌های خاص و منحصر به فرد می‌باشد نداشته باشد؛ همچنین اکثر مطالعات انجام‌شده در داخل کشور به شناخت سوگیری‌های رفتاری و تأثیر آن بر ریسک، سرمایه‌گذاری و کارایی بازار به صورت مجزا می‌باشد اما در پژوهش حاضر به تأثیر سوگیری‌های غیرمستدل و به‌طور خاص سوگیری «فرااعتمادی»، «نماگری»، «اتکا و تعدیل» و «آشناگرایی» بر روی تصمیم‌های سرمایه‌گذاران فردی و کارایی ادراک‌شده بازار به‌طور هم‌زمان می‌پردازد.

### سوگیری فرااعتمادی

فرااعتمادی یکی از سوگیری‌های شناختی است که بیانگر این است که افراد در مورد توانایی‌های خود در پیش‌بینی و همچنین در مورد صحت اطلاعاتی که در اختیار آنان قرار می‌گیرد، تخمینی بیش از اندازه دارند (پامپین<sup>۵</sup>، ۱۳۸۸، ص ۷۹). به بیان دیگر این سوگیری که تقریباً پدیده‌ای جهانی است می‌تواند به‌عنوان ایمان بی‌دلیل به استدلال شهودی، قضاوت و توانایی‌های شناختی فرد تعریف شود (پامپین، ۲۰۱۷). سه ویژگی در شخصیت افرادی که از سوگیری فرااعتمادی رنج می‌برند وجود دارد که عبارتند از: بیش‌واضح‌بینی، تخمین بیش از اندازه واقع، خودممتازبینی.

### سوگیری نمایندگی یا نماگری

انسان‌ها برای درک بهتر معانی و مفاهیم، تفکرات و تجربه‌های خود را دسته‌بندی یا طبقه‌بندی می‌کنند. زمانی که افراد با تجربه جدیدی مواجه می‌شوند که با دسته‌بندی پیشین آنان ناسازگار است سعی می‌کنند تا این تجربه را با همان دسته‌بندی‌های قبلی خود ارتباط دهند که ابزار سودمندی برای پردازش اطلاعات جدید براساس تجربه‌های مرتبط پیشین است. در عین حال موارد قیادگیری وجود دارد که بسیار با یکدیگر متفاوت هستند که در این موارد

1. Over confidence bias  
2. Representativeness bias  
3. Anchoring & Adjustment bias  
4. Availability bias  
5. Pompian

واکنش طبقه بندی گمراه‌کننده بوده و درک نادرستی از تجربه جدید ایجاد می‌کند که غالباً ماندگار بوده، در واقع انسان‌ها تمایل دارند که شانس‌ها و احتمالات را به گونه‌ای منطبق بر تجربیات قبلی خود تصور کنند. بنابراین سوگیری نمایندگی عموماً به دلیل چارچوب احساسی ناقص هنگام پردازش اطلاعات جدید رخ می‌دهد ([پامپین، ۲۰۱۷](#)).

### سوگیری آشناگرایی یا در دسترس بودن

سوگیری آشناگرایی یا در دسترس بودن یک قاعده سرانگشتی یا راه میان‌بر ذهنی است که موجب می‌شود افراد، احتمال وقوع یک پیامد را براساس میزان شیوع یا رواج آن در زندگی و تجربیات خود ارزیابی کنند. به طور خلاصه قاعده سرانگشتی آشناگرایی، موجب قضاوت‌ها و ارزیابی‌هایی می‌شود که عمدتاً براساس اطلاعات حال حاضر شکل می‌گیرد که به آسانی در دسترس است، نه الزاماً اطلاعات کامل، مستند یا واقعی که اغلب این فرایند منجر به یک تصمیم مغرضانه می‌شود. رویدادهایی که باعث برانگیختن احساسات می‌شوند و کاملاً زنده هستند بهتر در خاطر می‌مانند و مشخصات آن بهتر در حافظه در دسترس قرار می‌گیرد تا پدیده‌ای که ماهیت آن فاقد جنبه‌های احساسی است و یا بی‌روح و ابهام‌آمیز است و به‌سختی می‌توان آن را تصور کرد. سوگیری آشناگرایی استراتژی تصمیم‌گیری مدیریتی بسیار مفیدی است؛ زیرا رویدادهایی که تکرار بیشتری دارند راحت‌تر در ذهن تداعی می‌شوند، در نتیجه اغلب به قضاوت‌های دقیقی می‌انجامد اما در عین حال می‌تواند آسیب‌زننده نیز باشد؛ زیرا در دسترس بودن اطلاعات موضوعی که راجع به آن قضاوت می‌شود، ممکن است ارتباطی با میزان واقعی تکرار یک رویداد نداشته باشد. این عوامل غیرمرتبط می‌توانند به شکل فوق‌العاده‌ای بر آسانی به یاد آوردن آن حادثه تأثیر بگذارند بر این اساس پیتز لینچ معتقد بود بهتر است افراد سهامی بخرند که در ذهنیت بیشتر سرمایه‌گذاران نیست، زیرا هر چه سهام بیشتر در ذهن تداعی شده باشد، احتمال آن که بیش از حد واقعی ارزش‌گذاری شده بیشتر است ([بیزرمن، ۱۳۹۶، ص ۲۱](#)).

### سوگیری اتکا و تعدیل

برای اندازه‌گیری مقدار یک متغیر، همواره افراد روند ارزیابی را با مرجع قرار دادن یک رقم اولیه ذهنی (نقطه اتکا) بر اساس سوابق که هر نوع اطلاعات در اختیاری می‌تواند باشد، شروع می‌کنند و سعی می‌کنند روی این رقم تعدیل مثبت یا منفی مورد نظر را به اندازه لازم انجام دهند و سپس تعدیل‌های خود را آن‌قدر اصلاح کنند تا به پاسخ درست برسند. این مقادیر اولیه براساس تجربیات گذشته، مقادیر تصادفی یا هرگونه اطلاعات در دسترس است تا اطلاعات جدید حاصل شود؛ یعنی در زمان وجود یک لنگرگاه تمام ارزیابی‌ها یا قضاوت‌های دیگر حول آن لنگرگاه می‌چرخد. در نتیجه یک خطا یا سوگیری نسبت به تفسیر اطلاعات دیگر در اطراف لنگرگاه وجود دارد. این پدیده زمانی رخ می‌دهد که نقاط اتکا به شکل نامحسوسی عرضه می‌شوند. اتکا و تعدیل یک فرایند روان‌شناختی است که بر روش افراد در مورد تخمین احتمالات مؤثر است و معمولاً تعدیل‌هایی که از این نقاط مورد اتکا برای تعیین مقدار نهایی صورت می‌گیرد، ناکافی است ([بیزرمن، ۱۳۹۶، ص ۱۱۵؛ پامپین، ۱۳۸۸، ص ۸۶](#)). در ادامه به برخی پژوهش‌های انجام‌شده در این حوزه اشاره می‌شود:



**پروین و همکاران**<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان بررسی احساسات سرمایه‌گذاران، سوگیری‌های رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در همه‌گیری COVID-19 در بازارهای نوظهور سهام در پاکستان به بررسی تأثیر سوگیری‌های نمایندگی، اتکا، فرااعتمادی و اثر تمایلاتی پرداختند و نشان دادند که همه‌گیری COVID-19 رفتارهای سرمایه‌گذاران، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و حجم معاملات را تحت تأثیر قرار داده است. شواهد نشان می‌دهد که سوگیری‌های غیرمستدل از جمله سوگیری نمایندگی، اتکا، فرااعتمادی و اثر تمایلاتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در شرایط همه‌گیری کرونا تأثیر منفی دارد.

**عمران خان**<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان تأثیر سوگیری‌های غیرمستدل بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام پاکستان با نقش میانجی گرایش بلندمدت پرداختند که نتایج حاکی از آن است که سوگیری‌های در دسترس بودن و نمایندگی، تأثیر مثبت و معناداری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران دارد؛ همچنین گرایش بلندمدت سرمایه‌گذاران اثر سوگیری نمایندگی در تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری را تضعیف می‌کند. با این حال، هیچ اثر تعدیل‌کننده قابل توجهی برای تعصب در دسترس بودن مشاهده نشد.

**مقصود احمد و همکاران**<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی به مطالعه تأثیر سوگیری‌های غیرمستدل بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و کارایی ادراک‌شده بازار در بازار سهام پاکستان پرداختند که نتایج نشان می‌دهد که (اطمینان بیش‌ازحد، نمایندگی، در دسترس بودن و لنگر انداختن) تأثیر منفی قابل توجهی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی که به‌طور فعال در PSX معامله می‌کنند و بر کارایی ادراک‌شده بازار دارد. این بدین معنی است که تصمیم‌گیرندگان در شرایط عدم اطمینان و به منظور جلوگیری از زیان از سوگیری‌ها استفاده می‌کنند که منجر به خطا در قضاوت می‌شود، در نتیجه، سرمایه‌گذاران تصمیم‌های غیرمنطقی می‌گیرند که ممکن است باعث شود بازار بیش‌از حد یا کمتر از حد واکنش نشان دهد در هر دو موقعیت، بازار ناکارآمد می‌شود.

**فیصل هادی**<sup>۴</sup> (۲۰۱۷) طی مطالعه‌ای تحت عنوان تأثیر سوگیری‌ها بر کارایی ادراک‌شده بازار عنوان کرد که قاعده خودساخته در دسترس بودن و توهم کنترل بر کارایی بازار در گذشته، تأثیر منفی و معناداری دارند در حالی که سوگیری نمایندگی تأثیر معناداری بر کارایی بازار ندارد.

**باکار و همکاران**<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) در مقاله‌ای تحت عنوان تأثیر عوامل روان‌شناختی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام مالزی پرداختند که یافته‌ها نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش‌ازحد، محافظه‌کاری و سوگیری آشناگرایی تأثیر معناداری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد، در حالی که رفتار توده‌ای تأثیر معناداری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد. همچنین مشخص شده است که عوامل روانی به جنسیت فرد بستگی دارد.

**بشیر**<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) اثر سوگیری‌های رفتاری را روی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بررسی کرد. در این پژوهش تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران به‌عنوان متغیر وابسته و متغیرهای اعتماد به نفس بیش‌ازحد، سوگیری تله تأیید، زیان‌گریزی، خوش‌بینی بیش‌ازحد، حساب‌انگاری، اثر وضع موجود و توهم کنترل به‌عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شد. نتایج حاصل از این پژوهش گویای این مطلب بود که بین سوگیری تله تأیید، توهم کنترل، خوش‌بینی بیش‌ازحد و اعتماد به نفس بیش‌ازحد با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

---

1. Parveen & et al.  
2. Imran Khan & et al.  
3. Ahmad & et al.  
4. Hadi  
5. Bakar & Yi  
6. Bashir

درحالی‌که زیان‌گریزی، حساب‌انگاری و اثر وضع موجود طبق یافته‌های این تحقیق هیچ تأثیری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ندارد.

سیدفرهان شاه و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) در مقاله‌ای با عنوان «فرااعتمادی و کارایی ادراک‌شده بازار» به بررسی تأثیر سوگیری فرااعتمادی بر کارایی ادراک‌شده بازار می‌پردازند. نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون گویای این مطلب است که رابطه مثبت و معناداری بین سه بعد تعیین‌شده از سوگیری فرااعتمادی و کارایی ادراک‌شده بازار وجود دارد.

لانگ و ها<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان «عوامل رفتاری مؤثر در تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاران فردی» به اهمیت عوامل رفتاری تأثیرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار هوشی‌مین پرداختند. نتایج پژوهش پنج عامل رفتار توده‌ای، بازار، چشم‌انداز، اعتماد به نفس بیش‌ازحد و اتکا را مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران منفرد در بورس اوراق بهادار هوشی‌مین معرفی کردند و همچنین عنوان کردند که از میان این پنج عامل، فقط سه عامل رفتار توده‌ای، چشم‌انداز و اعتماد به نفس بیش‌ازحد بر عملکرد سرمایه‌گذاری مؤثر است و بیشترین تأثیر مثبت بر عملکرد سرمایه‌گذاری را اعتماد به نفس بیش‌ازحد دارد.

ناصر جمشیدی و همکاران (۱۳۹۷) سوگیری‌های رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از آن است که سوگیری‌های فرااعتمادی، نماگری و اثر تمایلاتی میان سرمایه‌گذاران کمابیش رایج است؛ همچنین بین سوگیری‌های فرااعتمادی و نماگری با عملکرد سرمایه‌گذاران نیز ارتباط معناداری وجود دارد، درحالی‌که این ارتباط برای اثر تمایلاتی معنادار نیست. به‌طور مشخص سرمایه‌گذاران با گردش سبدهام بالاتر و سبدهام متمرکزتر بازدهی بیشتری کسب کرده‌اند. سرمایه‌گذارانی که سهام برنده گذشته را خریداری کرده‌اند، میانگین بازدهی بیشتری داشته‌اند. در نتیجه سوگیری‌های رفتاری میان سرمایه‌گذاران کمابیش شایع است و این سوگیری‌ها می‌توانند عملکرد سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهند.

سیدمرتضی موسوی (۱۳۹۴) رفتار سرمایه‌گذاران با اطمینان بیش‌ازحد در بورس اوراق بهادار تهران با هدف بررسی اثر سوگیری فرااعتمادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را در پایان‌نامه ارشد خود بررسی کرد. نتایج حاصل از آزمون همبستگی فرااعتمادی افراد و حجم معاملات، دفعات سفارش و بازده افراد حقیقی نشان داد که بین دفعات سفارش فرد و فرااعتمادی وی در سطح اطمینان ۱۰۰ درصد همبستگی وجود دارد. وجود رابطه بین بازده فرد و شاخص فرااعتمادی در سطح اطمینان پایین‌تری تأیید می‌شود. علاوه بر این همبستگی فرااعتمادی با سن افراد منفی و با سرمایه افراد مثبت است. همچنین نتایج نشان داد مردان فرااعتمادی بیشتری نسبت به زنان دارند.

زهرا امیرحسینی و همکاران (۱۳۹۳) تأثیر عوامل رفتاری موجود در دو تئوری چشم‌انداز شامل زیان‌گریزی، حسابداری ذهنی، دوری از تأسف و پشیمانی و تئوری ابتکاری شامل اتکا و تعدیل، نمایندگی، فرااعتمادی، تورش دسترسی اطلاعات و سفسطه قماربازان را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده‌اند. نتایج حاصل از بررسی نشان داد که عامل دوری از تأسف و پشیمانی دارای تأثیر بیشتر و اتکا و تعدیل کمترین اثر را دارد. ضمن اینکه تأثیر سایر عوامل بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأیید شد.

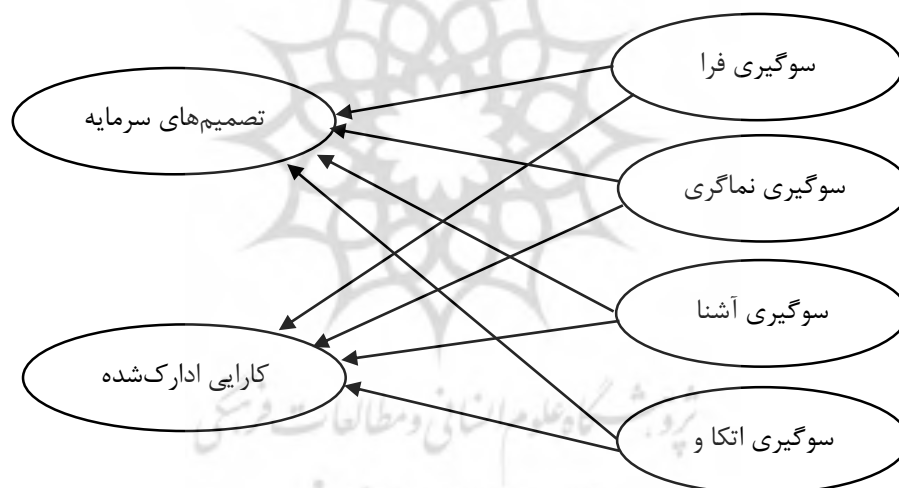
سمیه زائر ثابت (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای، مالی رفتاری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را بررسی کرد. نتایج حاکی از آن است که تنها رویدادگرایی با تصمیم‌های سرمایه‌گذاران رابطه معناداری ندارد.

فهمیه باغدارام (۱۳۹۰) در پژوهشی، عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمود. یافته‌های این پژوهش عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران را تأیید می‌کند و

بین عوامل بررسی شده تنها رفتار توده‌وار در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران مؤثر می‌باشد و اطمینان بیش‌ازحد و تشدید تعهد سرمایه‌گذاران تأثیری بر تصمیم‌های آن‌ها ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه‌های پژوهش را می‌توان به صورت زیر در نظر گرفت:
- فرضیه اول: سوگیری فرااعتمادی بر کارایی ادراک‌شده بازار تأثیر دارد.
- فرضیه دوم: سوگیری فرااعتمادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران فردی تأثیر دارد.
- فرضیه سوم: سوگیری نماگری بر کارایی ادراک‌شده بازار تأثیر دارد.
- فرضیه چهارم: سوگیری نماگری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران فردی تأثیر دارد.
- فرضیه پنجم: سوگیری آشناگرایی بر کارایی ادراک‌شده بازار تأثیر دارد.
- فرضیه ششم: سوگیری آشناگرایی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر دارد.
- فرضیه هفتم: سوگیری اتکا بر کارایی ادراک‌شده بازار تأثیر دارد.
- فرضیه هشتم: سوگیری اتکا بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر دارد.



شکل (۱). مدل مفهومی پژوهش (برگرفته از پژوهش سیدفرهان شاه (۲۰۱۲))

### روش‌شناسی پژوهش

هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر سوگیری‌های غیرمستدل بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و کارایی ادراک‌شده بازار در بورس اوراق بهادار تهران با تمرکز بر چهار سوگیری شناسایی شده با عنوان سوگیری‌های فرااعتمادی، آشناگرایی، نماگری و اتکا است، این پژوهش از نظر هدف، کاربردی از نوع توسعه‌ای است و از نظر ماهیت و روش گردآوری و تحلیل اطلاعات توصیفی - پیمایشی است. پرسش‌نامه استفاده شده در این پژوهش ب اساس طیف پنج‌دسته ای لیکرت شامل ۵۶ پرسش تخصصی بوده و از دو قسمت تشکیل شده است. قسمت اول، شامل ۱۰ پرسش جمعیت‌شناختی می‌باشد و قسمت دوم، ۴۶ پرسش اصلی است که براساس فرضیه‌های تحقیق مطرح شده‌اند. جامعه آماری کلیه سرمایه‌گذاران فردی بورس اوراق بهادار تهران است. برای تعیین حجم نمونه از فرمول کوکران استفاده



شده است. در مجموع ۴۰۰ پرسش‌نامه به‌صورت فیزیکی و الکترونیکی بین سرمایه‌گذاران از اوایل سال ۱۴۰۰ تا اواخر ۱۴۰۰ توزیع شد که در این میان ۳۸۶ پرسش‌نامه (نرخ پاسخ: ۹۶/۵ درصد) جمع‌آوری شده که به‌طور کامل توسط سرمایه‌گذاران حقیقی با مشخصاتی مطابق جدول ۲، تکمیل و برای تجزیه و تحلیل استفاده شده است. شاخص‌های پرسش‌نامه عبارتند از کارایی ادراک‌شده بازار، سوگیری فراعتمادی، سوگیری نماگری، سوگیری اتکا، سوگیری آشناگرایی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری. کارایی ادراک‌شده بازار شامل ۶ گویه (۱۵-۱۰) فراعتمادی ۱۶ گویه در قالب ۳ مؤلفه که عبارتند از بیش‌واضح‌بینی، تخمین بیش‌ازاندازه و خودممتازبینی. ۶ گویه در رابطه با بیش‌واضح‌بینی و ۵ گویه در مورد دو مؤلفه دیگر وجود دارد (۳۱-۱۶). سوگیری نماگری شامل ۴ گویه (۳۵-۳۲)، ۶ گویه برای اندازه‌گیری اتکا و تعدیل (۴۱-۳۶)، ۶ گویه برای در دسترس بودن (۴۷-۴۲) و ۹ گویه برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری (۴۸-۵۶) می‌باشد.

بعد از طی مراحل مختلف جهت اطمینان از روایی و پایایی پرسش‌نامه و تأیید اعتبار در جامعه هدف به‌صورت فیزیکی و الکترونیکی بین سرمایه‌گذاران توزیع گردید. داده‌های خام به‌دست‌آمده از جامعه آماری با استفاده از تکنیک‌های آماری مناسب و نرم‌افزار SPSS و Smart PLS تجزیه و تحلیل گشت. در تحقیق حاضر و براساس (جدول ۱) آلفای کرونباخ برای تمامی متغیرها بزرگ‌تر از ۰/۷ بوده بنابراین پایایی تأیید گشت. مقدار پایایی ترکیبی (CR) نیز در تمامی موارد از آستانه ۰/۷ بزرگ‌تر است؛ بنابراین پایایی سازه‌ها نیز تأیید می‌شود.

جدول (۱). نتایج پایایی و منابع مقیاس‌های سنجش

متغیرهای پژوهش	پرسش	منبع مقیاس‌های سنجش	پایایی ترکیبی (CR)	آلفای کرونباخ
کارایی ادراک‌شده	۱۵-۱۰	لانگ و ها (۲۰۱۱) <sup>۱</sup>	۰/۸۲۳	۰/۷۱۴
سوگیری فراعتمادی	۳۱-۱۶	مونا و جاربوی (۲۰۱۵) <sup>۲</sup>	۰/۸۸۰	۰/۸۴۷
		نادا و موآمر (۲۰۱۳) <sup>۳</sup>		
		کنگاتاران و کنگاتاران (۲۰۱۴) <sup>۴</sup>		
		اودئان (۲۰۰۲) <sup>۵</sup>		
سوگیری نماگری	۳۵-۳۲	باربر و اودئان (۲۰۰۰) <sup>۶</sup>	۰/۷۸۳	۰/۷۵۴
		پامپین (۲۰۱۲) <sup>۷</sup>		
		نادا و موآمر (۲۰۱۳) <sup>۳</sup>		
سوگیری اتکا و تعدیل	۴۱-۳۶	نادا و موآمر (۲۰۱۳) <sup>۳</sup>	۰/۷۸۶	۰/۷۱۲
سوگیری آشناگرایی	۴۷-۴۲	نادا و موآمر (۲۰۱۳) <sup>۳</sup>	۰/۸۵۰	۰/۷۶۷
تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	۵۶-۴۸	مشاک و نیاموته (۲۰۱۶) <sup>۷</sup>	۰/۷۶۰	۰/۷۸۸

1. Luong & Ha
2. Mouna & Jarbouï
3. Nada & Moa' mer
4. Kengatharan & Kengatharan
5. Odean
6. Barber & Odean
7. Meshack & Nyamute

### یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از ویژگی‌های جمعیت‌شناسی مطابق جدول ۲، تحقیق حاکی از آن است که ۷۰ درصد پاسخ‌دهندگان مرد و ۴۵ درصد پاسخ‌دهندگان در بازه سنی ۲۵-۳۵ سال هستند. تحصیلات کارشناسی‌ارشد با ۴۷ درصد، بیشترین فراوانی را در میان پاسخ‌دهندگان داشته است و از نظر سطح درآمدی بیشترین فراوانی با ۳۵ درصد، بین ۵ تا ۱۰ میلیون تومان درآمد داشتند. بیشترین میزان فراوانی سرمایه‌گذاری ۳۵ درصد، مربوط به افرادی است کمتر از صد میلیون تومان سرمایه‌گذاری داشتند و از لحاظ سابقه فعالیت بیشترین فراوانی که معادل ۴۰ درصد است متعلق به گروهی است که کمتر از ۳ سال سابقه فعالیت داشتند. براساس نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف در همه موارد مقدار معناداری کمتر از سطح خطای ۵٪ به دست آمده است؛ بنابراین توزیع داده‌ها نرمال نیست و باید از روش‌های ناپارامتریک و حداقل مربعات جزئی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده کرد.

جدول (۲). ویژگی‌های جمعیت‌شناسی نمونه بررسی شده

ویژگی جمعیت‌شناسی	فراوانی	درصد فراوانی	ویژگی جمعیت‌شناسی	فراوانی	درصد فراوانی
جنسیت	زن	۱۱۷	کمتر از ۵ میلیون	۱۱۵	۳۰٪
	مرد	۲۶۹	۵ تا ۱۰ میلیون	۱۳۷	۳۵٪
سن	۱۸ تا ۲۴	۳۰	۱۰ تا ۱۵ میلیون	۷۶	۲۰٪
	۲۵ تا ۳۴	۱۷۲	بیش از ۱۵ میلیون	۵۸	۱۵٪
	۳۵ تا ۴۴	۱۳۷	کمتر از ۱۰۰ میلیون تومان	۱۳۴	۳۵٪
	۴۵ تا ۵۴	۳۷	۱۰۰ تا ۲۰۰ میلیون تومان	۸۷	۲۳٪
تحصیلات	۵۵+	۱۰	میزان سرمایه‌گذاری	۳۸	۱۰٪
	کاردانی و کمتر	۲۹	۲۰۰ تا ۳۰۰ میلیون تومان	۱۲۷	۳۳٪
	کارشناسی	۱۳۸	بیشتر از ۳۰۰ میلیون تومان	۱۲۷	۳۳٪
	کارشناسی‌ارشد	۱۸۰	کمتر از ۳ سال	۱۵۴	۴۰٪
	دکتری	۳۹	۳ تا ۶ سال	۹۶	۲۵٪
			۶ تا ۱۰ سال	۷۰	۱۸٪
			بیش از ۱۰ سال	۶۶	۱۷٪

## بررسی برازش مدل بیرونی

مدل‌یابی PLS در دو مرحله صورت می‌پذیرد. در مرحله اول، مدل اندازه‌گیری (مدل بیرونی) از طریق تحلیل‌های روایی و پایایی و تحلیل عاملی تأییدی بررسی می‌شود و در مرحله دوم، مدل ساختاری (مدل درونی) به وسیله برآورد مسیر بین متغیرها تجزیه و تحلیل می‌گردد. جهت تأیید روایی ابزار اندازه‌گیری از دو نوع روایی ارزیابی استفاده شده است: روایی محتوا و روایی هم‌گرا. روایی محتوا با نظرسنجی حاصل شد و نتایج آن در زیر قابل مشاهده است. در این پژوهش، جهت تعیین پایایی پرسش‌نامه از دو معیار (ضریب آلفای کرونباخ و ضریب پایایی مرکب) استفاده شده است. ضرایب آلفای کرونباخ تمامی متغیرها در این پژوهش از حداقل مقدار (۰/۷) بیشتر است.

جدول (۳). نتایج کلی پژوهش

سازه	شاخص	ضریب آلفای کرونباخ (Alpha>0.7)	ضریب پایایی ترکیبی (Alpha>0.7)	میانگین واریانس استخراجی (AVE>0.5)	بار عاملی (>0.6)	آماره تی (t>1.96)
کارایی ادراک‌شده Perceived Market Efficiency	Q10				۰/۷۵۴	۱۶/۱۴۱
	Q12	۰/۷۱۴	۰/۸۲۳	۰/۵۳۹	۰/۷۶۵	۱۴/۳۴۵
	Q13				۰/۷۶۲	۱۴/۴۵۹
	Q15				۰/۶۵۰	۸/۸۹۶
	Q18				۰/۵۷۱	۹/۵۳۱
Q19			۰/۵۰۵		۶/۳۱۵	
سوگیری فراعتمادی Over confidence bias	Q22				۰/۷۱۴	۱۵/۲۸۷
	Q23				۰/۵۳۲	۶/۵۵۶
	Q24	۰/۸۴۷	۰/۸۸۰	۰/۵۲۹	۰/۷۹۵	۲۵/۴۴۷
	Q25				۰/۷۳۸	۱۹/۴۲۵
	Q26				۰/۷۵۵	۲۰/۱۴۷
	Q27				۰/۶۹۴	۱۴/۲۴۳
	Q28				۰/۶۵۰	۹/۹۸۵
Q31			۰/۵۱۹		۶/۸۸۷	
Q32			۰/۷۴۱		۱۰/۷۹۴	
سوگیری نماگری Representativeness bias	Q33	۰/۷۵۴	۰/۷۸۳	۰/۵۱۲	۰/۶۵۳	۶/۲۲۱
	Q34				۰/۸۳۷	۱۹/۸۸۵
	Q35				۰/۵۰۴	۴/۱۴۳
	Q36				۰/۸۲۰	۲/۶۲۱
سوگیری اتکا و تعدیل Anchoring & Adjustment bias	Q37				۰/۶۸۷	۳/۳۷۹
	Q39	۰/۷۱۲	۰/۷۸۶	۰/۵۳۰	۰/۴۹۵	۲/۹۱۶
	Q40				۰/۶۲۶	۲/۸۹۲
	Q41				۰/۶۰۸	۳/۰۱۸
Q42			۰/۸۴۷		۷/۵۷۷	
سوگیری آشناگرایی Availability bias	Q43	۰/۷۶۷	۰/۸۵۰	۰/۵۸۸	۰/۸۰۳	۶/۱۰۴
	Q44				۰/۷۱۷	۵/۱۶۲

۴/۶۶۸	۰/۶۸۹				Q47
۱۱/۶۸۱	۰/۶۹۳				Q49
۹/۸۲	۰/۶۴۸	۰/۵۴۵	۰/۷۶۰	۰/۷۸۸	Q50
۷/۳۱۹	۰/۵۶۶				Q55
۱۸/۳۴۸	۰/۷۴۷				Q56

تصمیم‌های سرمایه‌گذاری  
Investment decisions

با توجه به اینکه مقدار مناسب برای آلفای کروناخ ۰/۷، پایایی ترکیبی ۰/۷، میانگین واریانس استخراجی ۰/۵، بارعاملی بزرگ‌تر از ۰/۶ خیلی مطلوب است<sup>۱</sup> و آماره<sup>۱</sup> تی ۱/۹۶ است؛ مطابق جدول ۳ نشان داده شده است که تمام بارهای عاملی بزرگ‌تر از ۰/۶ است و نشان می‌دهد همبستگی بسیار مناسبی بین متغیرهای قابل مشاهده و متغیرهای پنهان مربوط به خود وجود دارد. در تمامی موارد مقدار آماره<sup>۱</sup> تی از ۱/۹۶ بزرگ‌تر است که نشان می‌دهد همبستگی بین متغیرهای قابل مشاهده با متغیرهای پنهان مربوط به خود معنادار است؛ بنابراین روایی سازه مدل پذیرفته شده است و علاوه بر این، مطابق با یافته‌های تمامی این معیارها (آلفای کروناخ، پایایی مرکب و میانگین واریانس استخراجی) می‌توان مناسب بودن وضعیت پایایی و روایی هم‌گرای پژوهش حاضر را تأیید کرد.

### بررسی برازش مدل درونی

مدل درونی نشانگر ارتباط بین متغیرهای مکنون پژوهش است. با استفاده از مدل درونی می‌توان به بررسی فرضیه‌های پژوهش پرداخت. ملاک تأیید فرضیه‌های پژوهش این است که بارعاملی مثبت و آماره<sup>۱</sup> تی بالاتر از ۱/۹۶ باشد. مطابق جدول ۴ نتایج بررسی فرضیه‌های ارائه شده است.

جدول (۴). نتایج برازش مدل درونی

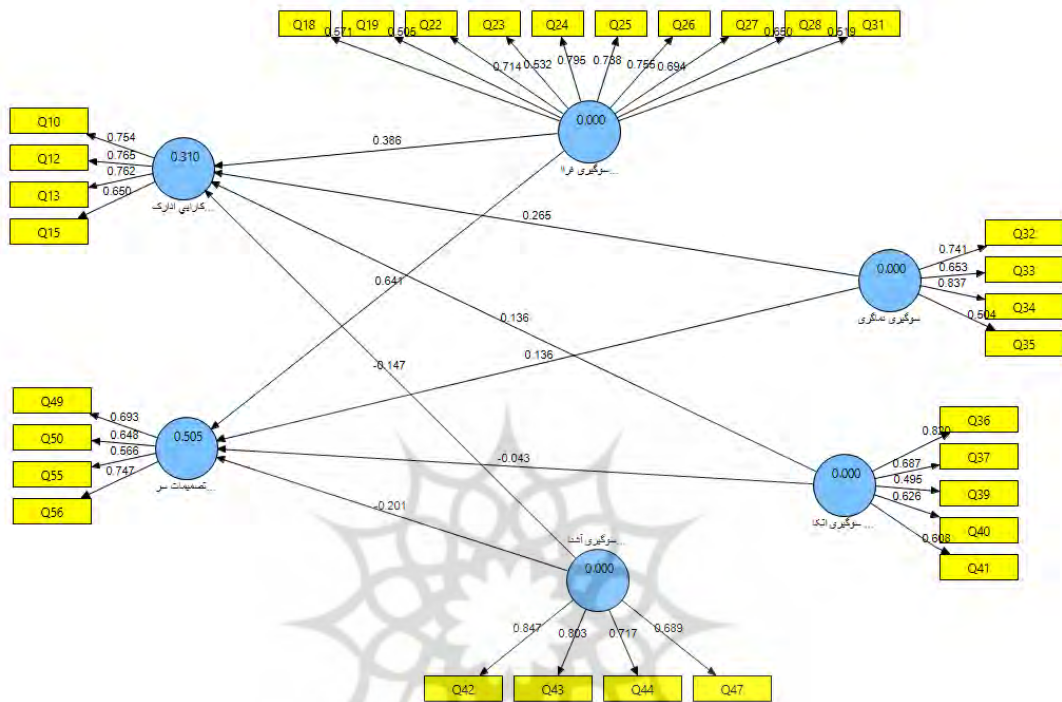
فرضیه‌ها	مسیر	ضرایب مسیر	آماره <sup>۱</sup> تی	نتایج
H1	سوگیری فزاینده‌ی فرااعتمادی ← کارایی اداری شده بازار	۰/۳۸۶	۶/۵۶۳	مثبت و معنادار
H2	سوگیری فزاینده‌ی فرااعتمادی ← تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	۰/۶۴۱	۱۴/۵۹۸	مثبت و معنادار
H3	سوگیری نماگری ← کارایی اداری شده بازار	۰/۲۶۵	۳/۶۹۴	مثبت و معنادار
H4	سوگیری نماگری ← تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	۰/۱۳۶	۲/۳۱۴	مثبت و معنادار
H5	سوگیری آشناگرایی ← کارایی اداری شده بازار	-۰/۱۴۷	۲/۷۶۶	منفی و معنادار
H6	سوگیری آشناگرایی ← تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	-۰/۲۰۱	۳/۱۶۷	منفی و معنادار
H7	سوگیری اتکا و تعدیل ← کارایی اداری شده بازار	۰/۱۳۶	۱/۰۸۸	رد
H8	سوگیری اتکا و تعدیل ← تصمیم‌های سرمایه‌گذاری	-۰/۰۴۳	۰/۴۸۳	رد

از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف جهت سنجش وضعیت نرمال بودن متغیرها استفاده شده است.

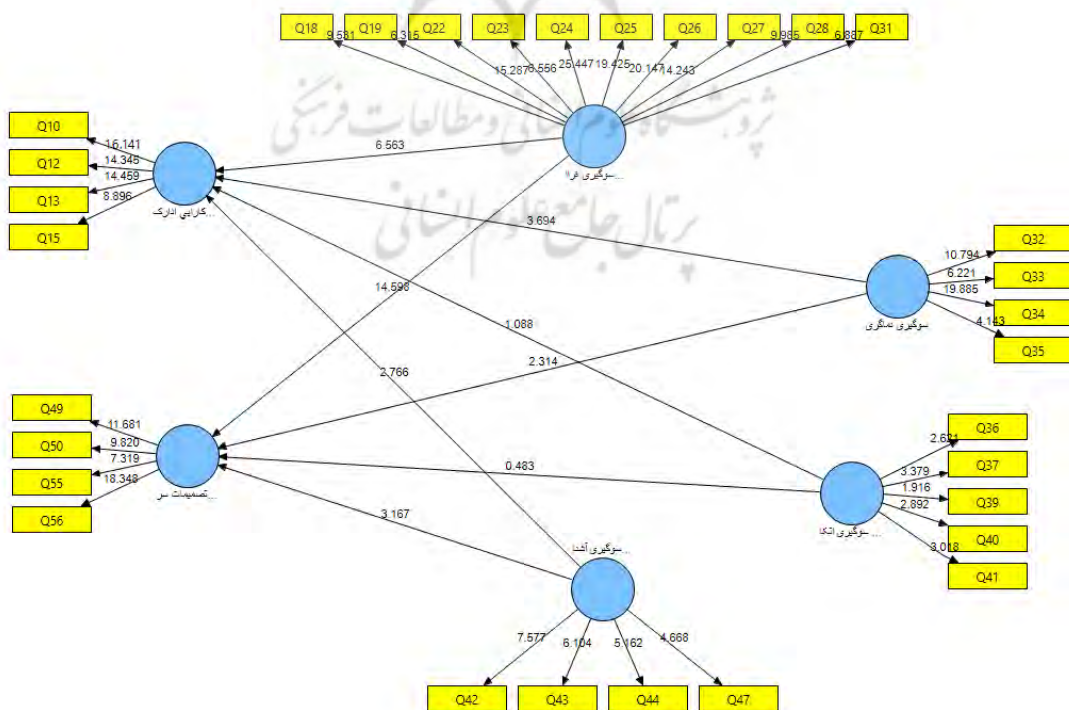
۱ در مرحله نخست شاخص‌های ۱۱، ۱۴، ۱۶، ۱۷، ۲۰، ۲۱، ۲۹، ۳۰، ۳۸، ۴۵، ۴۶، ۴۸، ۵۱، ۵۲، ۵۳، ۵۴ به علت بار عاملی اندک حذف شدند. مدل مجدد اجرا شد و نتایج نهایی در جدول قابل مشاهده است.

### برازش مدل پژوهش

در شکل ۲ که خروجی نرم‌افزار Smart PLS است، خلاصه نتایج مربوط به ضرایب مسیر استاندارد متغیرها ارائه شده است. آماره  $t$  و مقدار بوت استرپینگ برای سنجش معناداری روابط نیز در **Error! Reference source not found.** ۳ آمده است.



شکل (۲). مدل آزمون‌شده پژوهش (ضرایب مسیر و بارهای عاملی)



شکل (۳). مدل مفهومی پژوهش (مقدار آماره  $t$  با بوت‌استرپینگ)



با توجه به اینکه مقدار مناسب برای آلفای کرونباخ ۰/۷، پایایی ترکیبی ۰/۷، میانگین واریانس استخراجی ۰/۵، بارعاملی بزرگتر از ۰/۶ خیلی مطلوب است و آماره تی ۱/۹۶ است، مطابق جدول ۳ نشان داده شده است که تمام بارهای عاملی بزرگتر از ۰/۶ است و نشان می‌دهد همبستگی بسیار مناسبی بین متغیرهای قابل مشاهده و متغیرهای پنهان مربوط به خود وجود دارد. در تمامی موارد مقدار آماره تی از ۱/۹۶ بزرگتر است و نشان می‌دهد همبستگی بین متغیرهای قابل مشاهده با متغیرهای پنهان مربوط به خود معنادار است؛ بنابراین روایی سازه مدل پذیرفته شده است و علاوه بر این، مطابق با یافته‌های تمامی این معیارها (آلفای کرونباخ، پایایی مرکب و میانگین واریانس استخراجی) می‌توان مناسب بودن وضعیت پایایی و روایی هم‌گرای پژوهش حاضر را تأیید کرد.

### بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش تلاش شد تا تأثیر چهار سوگیری رفتاری شناسایی شده بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و کارایی ادراک‌شده بازار به نام‌های فرااعتمادی، نماگری، آشناگرایی و اتکا بر نمونه‌ای متشکل از ۳۸۶ سرمایه‌گذار بورس تهران تحلیل شود. قبل از بیان نتایج پژوهش ذکر این نکته ضروری است که سوگیری‌ها تحت تأثیر تجربه، سن، میزان ثروت و شرایط اقتصادی جامعه نیز قرار می‌گیرند. اقتصاد ایران در حال حاضر دچار بحران است، کسری بودجه، بقای تحریم‌ها، خطر شیوع مجدد کرونا، تورم حدود پنجاه درصدی، شدت گرفتن بیکاری، افزایش ضریب جینی و شدت گرفتن شکاف طبقاتی، دشواری راه‌اندازی و تداوم کسب‌وکار، بالا بودن نرخ بهره، پایین بودن سطح فعالیت‌های کارآفرینانه، کاهش چشمگیر سرمایه اجتماعی، خروج سرمایه‌های انسانی و اقتصادی و غیره بیانگر پیچیدگی‌ها و دشواری‌های وضع موجود اقتصاد کشور هستند که بر روی بورس اوراق بهادار و رفتار مشارکت‌کنندگان آن تأثیر منفی گذاشته است. این بازار نیز با مشکلات ساختاری نظیر کارایی ضعیف، عمق پایین، دوره‌های رونق و رکود متعدد و نسبتاً طولانی و صف‌های خرید و فروش روبروست که نتیجه‌گیری از روی جامعه نمونه را سخت می‌کند. به هر حال با در نظر گرفتن شرایط فوق، یافته‌های این پژوهش تأیید می‌کند که سوگیری‌های غیرمستدل، بر کارایی بازار و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارند. نتیجه حاصل بیان می‌کند که سوگیری فرااعتمادی بر کارایی ادراک‌شده بازار تأثیر مثبت و معناداری دارد (پذیرش فرضیه اول). نتایج این بخش از پژوهش با شواهد نظری پژوهش سیدفرهان شاه و همکاران (۲۰۱۲) هم‌جهت است و از طرفی فرااعتمادی می‌تواند باعث واکنش بیش یا کمتر از حد در بازار شود. این بدان معناست که فرااعتمادی می‌تواند به‌طور منفی با کارایی بازار مرتبط باشد، این موضوع با مطالعه مقصود احمد و همکاران (۲۰۱۸) هم‌راستا است. یافته‌ها نشان داد که بین سوگیری فرااعتمادی با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. (پذیرش فرضیه دوم). نتیجه حاضر با پژوهش‌های موسوی (۱۳۹۴) که بیان کرد بین اطمینان بیش‌از‌حد و رفتار سرمایه‌گذاران رابطه صددرصد معناداری وجود دارد و همچنین جمشیدی و همکاران (۱۳۹۷)، لانگ و ها (۲۰۱۱)، بشیر در سال (۲۰۱۳)، باکار و همکاران (۲۰۱۶)، هم‌راستا است. از طرفی این نتیجه با پژوهش‌های باغدارام (۱۳۹۰)، مقصود احمد و همکاران (۲۰۱۸) و پروین و همکاران (۲۰۲۱)، هم‌جهت نیست ایشان در پژوهش‌های خود به این نتیجه رسیدند که به دلیل سوگیری فرااعتمادی، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتری بگیرند. سرمایه‌گذاران فرااعتماد تمایل به سرمایه‌گذاری‌های نامناسب یا پرخطر دارند و ممکن است بیش‌از‌حد معامله کنند که می‌تواند تأثیر منفی بر بازده آن‌ها داشته باشد. یافته‌ها نشان داد که بین سوگیری نماگری و کارایی ادراک‌شده بازار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (پذیرش فرضیه سوم). نتایج پژوهش‌های فیصل هادی (۲۰۱۷)، مقصود احمد و همکاران (۲۰۱۸) با نتیجه تحقیق حاضر هم‌راستا نیست. نتایج نشان داد که بین سوگیری نماگری و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و

معناداری وجود دارد (پذیرش فرضیه چهارم). نتیجه پژوهش حاضر با پژوهش‌های [مقصود احمد و همکاران \(۲۰۱۸\)](#) و [پروین و همکاران \(۲۰۲۱\)](#)، هم‌راستا نیست ولی با پژوهش [عمران خان \(۲۰۲۰\)](#) و [جمشیدی و همکاران \(۱۳۹۸\)](#) هم‌جهت است. در رابطه با فرضیه سوم و چهارم می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذارانی که سهام برنده گذشته را خریداری کرده‌اند بازدهی بالاتری داشته‌اند، به بیان دیگر سرمایه‌گذارانی که از استراتژی مومنتوم قیمتی پیروی می‌کنند، عملکرد بهتری داشته‌اند. در واقع زمانی که به‌کارگیری استراتژی مومنتوم بازده اضافی به دنبال داشته باشد، خرید سهام برنده گذشته یک تصمیم منطقی است که در نهایت، موجب کارایی بازار نیز می‌گردد. نتایج نشان داد که بین سوگیری آشناگرایی و کارایی ادراک‌شده بازار رابطه منفی و معناداری وجود دارد (پذیرش فرضیه پنجم). نتیجه حاضر با تحقیقات [زائر ثابت \(۱۳۹۱\)](#)، [باکار و همکاران \(۲۰۱۶\)](#)، [عمران خان \(۲۰۲۰\)](#) هم‌سو نیست ولی با تحقیقات [فیصل هادی \(۲۰۱۷\)](#) و [مقصود احمد و همکاران \(۲۰۱۸\)](#) هم‌جهت است.

نتایج نشان داد که بین سوگیری آشناگرایی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد (پذیرش فرضیه ششم) که با نتیجه تحقیق [مقصود احمد و همکاران \(۲۰۱۸\)](#) هم‌راستا است. نتایج حاصل از فرضیه پنجم و ششم نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به جای تجزیه و تحلیل اطلاعات، سهامی را انتخاب می‌کنند که اطلاعات آن به آسانی در دسترس باشد و می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذارانی که به دنبال کسب بازده در کوتاه‌مدت هستند به منظور صرفه‌جویی در زمان از این میان‌بر ذهنی استفاده می‌کنند که منجر به عملکرد ضعیف سرمایه‌گذاری و ایجاد نوسان در بازار می‌شود. نتایج نشان داد که سوگیری اتکا و تعدیل بر کارایی ادراک‌شده بازار تأثیر ندارد (رد فرضیه هفتم). نتایج نشان داد که سوگیری اتکا و تعدیل بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران فردی تأثیر ندارد (رد فرضیه هشتم). براساس نتایج حاصل از پژوهش می‌توان به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد داد که مطالب مربوط به شناخت سوگیری‌ها، در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گیرد و آموزش‌های لازم به آن‌ها داده شود. وجود مشاوران آگاه در کارگزاری‌ها جهت آگاهی دادن به افراد در جهت تصمیم‌گیری درست می‌تواند مؤثر باشد. برخلاف رد فرضیه هفتم و هشتم در این پژوهش، تحقیقات زیادی مبنی بر وجود این سوگیری و تأثیر آن بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود سازمان بورس به شناسایی این نقاط اتکا و تحلیل تصمیم‌بیردازند تا از اشتباهات ناشی از این سوگیری در تصمیم‌گیری جلوگیری شود و در آخر فرایند استرس، عملکرد مغز و ذهن را در حالت بقا قرار می‌دهد، در این حالت شخص در شرایط عدم قطعیت قرار دارد؛ بنابراین به‌راحتی در معرض استفاده ناخودآگاه از سوگیری‌ها قرار می‌گیرد. در نتیجه آموزش مهارت‌های غلبه بر استرس، کمک شایانی به آرامش، صبوری و تصمیم‌گیری منطقی می‌کند؛ همچنین استفاده از پرسش‌نامه که ابزاری برای جمع‌آوری داده‌ها بود، در محدوده زمانی ریزش بازار در سال ۱۴۰۰ توزیع شد که همین علت اصلی بی‌انگیزه بودن و عدم تمایل همکاری افراد نسبت به تکمیل پرسش‌نامه بود بنابراین، پیشنهاد می‌گردد این تحقیق در شرایط رونق بازار نیز انجام شود و نتایج آن با نتایج تحقیق فعلی مقایسه گردد.

## References

- [Amirhosseini, Zahra, Bashiri, Alireza, Fallah Ziarani, MohammadHossein. Investigating behavioral factors affecting investment decisions of investment companies listed on the Tehran Stock Exchange. presented In the International Conference on Management in the 21st Century \(pp. 1-6\).](#)
- [Bakar, S., & Yi, A. N. C. \(2016\). The impact of psychological factors on investors' decision making in Malaysian stock market: a case of Klang Valley and Pahang. \*Procedia Economics and Finance\*, 35, 319-328.](#)
- [Baghdaram, F. \(2018\). Investigating behavioral financial factors affecting investors' decision in Tehran](#)

- Stock Exchange. Master's thesis governmental administration, financial orientation (Master's thesis, Islamic Azad University, central branch).
- Barber, B M. Odean, Terrance. (2000). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, LV (2)
- Bashir, T., Javed, A., Usman, A., Meer, U. I., & Naseem, M. M. (2013). Empirical testing of heuristics interrupting the investor's rational decision making. *European Scientific Journal*, 9(28).
- Bazerman, M. H. & Moore, D. A., (1996). Judgment In Managerial Decision Making. Translate Sarzaeem, A. Tehran: Kargadan. (2006)
- Hadi, F. (2017). Impact of biases on perceived market efficiency: case of pakistani financial market. *Research Journal of Finance and Accounting*, 1-8.
- Jamshidi, N. GHalibaf Asl, H. (2018). Studying the effect of investors personality of their business behavior and investment performance: evidences of Tehran Stoke Exchange. *Financial research*, 20(1), 75-90. (In persian)
- Kengatharan, L., & Kengatharan, N. (2014). The influence of behavioral factors in making investment decisions and performance: Study on investors of Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(1), 1.
- Khan, I., Afeef, M., Jan, S., & Ihsan, A. (2021). The impact of heuristic biases on investors' investment decision in Pakistan stock market: moderating role of longterm orientation. *Qualitative Research in Financial Markets*.
- Luong, L.P. & Thu Ha, D.T. (2011). Behavioral Factors Influencing Individual Investors' Decision-Making and Performance. A Survey at the Ho Chi Minh Stock Exchange. *Unpublished M. Sc. Thesis, Umea School of Business*.
- Meshack, k. M. & Nyamute, W., (2016) The Effect of monetary policy on financial performance of commercial banks listed on the Nairobi securities exchange. *International Journal of economics and financial*, 3, 237-252
- Mousavi, S. M. (2015). Investigating the behavior of overconfident investors in listed companies on the Tehran Stock Exchange. (Master's thesis, University of Economic Sciences).
- Amari, M. Jarbou, A. (2015). Financial literacy and portfolio diversification: *A observation from the Tunisian stock market*, 33(6), 808-822.
- Nada, S. M. A., & Moa'mer, F. A. (2013). Deanery of Higher Studies Faculty OF Commerce Dep. *Of Business Administration*
- Odean, T. (2002). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The journal of finance*, 53(6), 1998.
- Parveen, S., Satti, Z. W., Subhan, Q. A., Riaz, N., Baber, S. F., & Bashir, T. (2021). Examining investors' sentiments, behavioral biases and investment decisions during COVID-19 in the emerging stock market: a case of Pakistan stock market. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, (ahead-of-print).
- Pompian, M. M. (2017). Risk tolerance and behavioral finance. *Investments and Wealth monitor, Boston*, 20(31), 34-45.
- Pompian, M. M. (2012). Behavioral finance and investor types. *Managing Behavior to Make Better Investment Decisions. John Wiley & Sons*
- Pompian, M. M. (2006), Behavioral finance and wealth manayement: how. Translate Badri, A. Tehran: Keihan.
- Shah, A. Z. S., Ahmad, M., & Mahmood, F. (2018). Heuristic biases in investment decision-making and perceived market efficiency: A survey at the Pakistan stock exchange. *Qualitative Research in Financial Markets*.
- Shah, S. F., Wajid, R. M., & Rizwan, K. M. (2012). Overconfidence and perceived market efficiency. *Interdisciplinary journal of contemporary research in business*, 3(10), 984-997.